

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/346 – 20 décembre 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

L'équipe de *Perspectives Monde* vous souhaite de bonnes fêtes de fin d'année
et vous donne rendez-vous le 10 janvier 2025

☞ Monde – Scénario 2025-2026 : un scénario conditionnel, plus que jamais.....	2
☞ France : que doit-on retenir des dernières prévisions de la Banque de France et de l'Insee ?	4
☞ Allemagne : deuxième année de récession.....	7
☞ Italie : immobilier et construction, entre baisse des taux et fin des soutiens	7
☞ Royaume-Uni : l'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers	9
☞ Mexique : budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?	11
☞ Hongrie et Roumanie : les raisons de la déception	13

👉 Monde – Scénario 2025-2026 : un scénario conditionnel, plus que jamais

Plus que jamais, les perspectives sont conditionnées par la tournure que prendront la géopolitique et la politique économique américaines. Les hypothèses émises sur l'ampleur et le calendrier des mesures qui seront prises par la nouvelle administration conduisent à tabler, aux États-Unis, sur la résistance de l'économie, mais aussi sur un regain d'inflation, un assouplissement monétaire modeste et des pressions haussières sur les taux d'intérêt longs. Ces mesures ne sont, en outre, qu'une des explications de la reprise poussive, à un rythme inférieur au potentiel, que connaîtrait la zone euro.

Dessiner les contours du **scénario américain** (et, partant, mondial) suppose évidemment d'émettre des hypothèses tant sur l'ampleur des mesures susceptibles d'être mises en œuvre que sur leur calendrier, selon qu'elles relèvent des prérogatives présidentielles ou nécessitent l'approbation du Congrès.

Du côté des droits de douane, les menaces de D. Trump semblent s'apparenter à des moyens de pression extrême. Elles invitent à retenir un scénario « intermédiaire » consistant en des hausses substantielles, sans pour autant atteindre les propositions de campagne. Les droits de douane passeraient ainsi à 40% en moyenne pour la Chine, à partir du deuxième trimestre 2025, et à 6% en moyenne pour le reste du monde, introduits progressivement au second semestre 2025. Une politique budgétaire agressive, privilégiant les baisses d'impôts et maintenant des déficits extrêmement élevés, serait mise en œuvre plus tardivement : ses effets pourraient être manifestes à partir de 2026. En termes d'immigration, des restrictions pourraient être appliquées dès le début du mandat présidentiel. Elles seraient suivies d'un très net ralentissement des flux d'immigration et, si des expulsions sont à prévoir, elles seraient « sélectives » par opposition à un renvoi massif et indiscriminé de millions de personnes. Enfin, la déréglementation, dont les secteurs de l'énergie et de la finance seraient vraisemblablement les principaux bénéficiaires, viendrait plutôt diffuser ses « bienfaits » tout au long du mandat.

Ces orientations politiques devraient être, dans leur ensemble, favorables à la croissance. Mais, si l'effet positif attendu d'une politique budgétaire agressive et de la déréglementation excède l'impact négatif des droits de douane et des restrictions en matière d'immigration, il lui sera postérieur. Compte tenu de la résistance de l'économie américaine dont la croissance devrait encore déjouer les prévisions pour s'établir vers 2,7% en 2024, cela laisse présager une croissance toujours soutenue, quoique légèrement plus faible. En raison de quelques vulnérabilités (ménages à faible revenu, petites entreprises, plus exposés à des taux d'intérêt élevés), notre scénario table donc sur un ralentissement en 2025 vers 1,9%,

avant un redressement à 2,2% en 2026 : une évolution qui devrait s'accompagner d'un regain d'inflation. La fin du parcours désinflationniste pour atteindre la cible de 2% est, en effet, la plus ardue et les droits de douane pourraient se traduire par des pressions sur les prix comprises dans une fourchette de 25 à 30 points de base. L'inflation totale pourrait ainsi se replier vers 2% au printemps prochain, avant de se redresser à environ 2,5% d'ici fin 2025 et s'y maintenir en 2026 : le potentiel d'assouplissement politique monétaire sera très limité.

Dans la **zone euro**, l'accélération de la croissance au cours de l'été permet d'espérer une reprise seulement poussive, à un rythme toujours inférieur au potentiel et à celui dont profiteront les États-Unis. Si le redressement de la consommation des ménages acté au cours de l'été augure d'une croissance un peu plus soutenue, les dernières informations sur l'investissement ne présagent pas d'une accélération marquée. Baisse de l'inflation permettant une hausse du pouvoir d'achat, mais aussi une reconstitution de la richesse réelle impliquant un moindre effort d'épargne et taux d'intérêt plus bas aidant à restaurer le pouvoir d'achat immobilier : les ingrédients sont bien présents pour une poursuite de la reprise des dépenses des ménages. Mais à un rythme seulement très modéré car la consolidation budgétaire et l'incertitude globale risquent d'inciter à maintenir un taux d'épargne élevé. Notre scénario retient donc une accélération modeste de la consommation à 1,1% en 2025 et 1,2% en 2026, après 0,9% en 2024. Après un net recul en 2024 (-2,1%), l'investissement en 2025 continuerait d'être pénalisé par le délai de transmission des réductions des taux d'intérêt mais, surtout, par la faiblesse de la demande domestique et une incertitude croissante sur la demande étrangère. L'investissement ne croîtrait que de 1,5%, avant de se raffermir légèrement en 2026 (2%).

Les politiques de l'administration Trump auraient un impact modérément négatif sur la croissance de la zone euro, dont le canal le plus important à court terme serait l'incertitude. Par ailleurs, le dosage des politiques monétaire et budgétaire reste défavorable à la croissance avec, notamment, un taux directeur qui retrouve la neutralité mi-2025, alors que la réduction du bilan de la BCE continue d'imprimer une orientation restrictive. Les prévisions situent donc la croissance sur une tendance à l'accélération seulement très molle, passant de 0,7% en 2024 à 1% en 2025, puis 1,2% en 2026 : la croissance potentielle serait atteinte, mais l'écart de production, faiblement négatif, ne serait pas encore comblé, alors que l'écart de croissance avec l'économie américaine se creuserait.

Du côté des **pays émergents**, s'il n'y avait pas les difficultés liées à « Trump 2.0 », le contexte serait en

voie d'amélioration : baisse des taux directeurs américains propice à l'assouplissement monétaire global, à l'allègement des pressions baissières sur les devises émergentes et, plus généralement, aux financements extérieurs des pays émergents ; croissance domestique portée par le recul de l'inflation et les baisses de taux d'intérêt ; exportations à destination des pays développés (en premier lieu, des États-Unis) encore soutenues. Mais les effets des facteurs de soutien risquent d'être contrariés par les répercussions probables des mesures de la nouvelle administration américaine. Aux droits de douane susceptibles de renchérir et limiter les exportations émergentes s'ajoutent une moindre accommodation monétaire américaine et une diminution probable du soutien militaire et financier des États-Unis à l'Ukraine alimentant l'incertitude géopolitique en Europe. Il sera donc préférable d'être un grand pays peu ouvert tel l'Inde, l'Indonésie, le Brésil, un pays exportateur de matières premières ou une économie bien intégrée à la Chine qui se prépare à la tempête Trump.

En **Chine**, la dernière réunion du Politburo s'est, en effet, conclue en décembre par un engagement des autorités à mettre en œuvre une politique budgétaire « plus proactive » et une politique monétaire « suffisamment accommodante », afin de relancer la demande intérieure et de stabiliser les marchés immobiliers et actions. Une période de tensions commerciales s'annonce et, hormis les restrictions aux exportations de produits critiques (dont les terres rares), les moyens de rétorsion sont limités : difficile de répondre en stimulant la compétitivité des exportations (le yuan est déjà historiquement bas) ou en procédant à une hausse réciproque des tarifs qui risquerait de pénaliser une consommation domestique déjà très fragile. Les intentions de soutien plus franc à la demande domestique de la part des autorités sont louables, mais l'efficacité de cette stratégie reste conditionnée par la confiance des ménages : le rebond ne se décrète pas et notre scénario continue de table sur un fléchissement de la croissance en 2025.

Les espoirs de « fol **assouplissement monétaire** » de la part du marché ont été démentis et ne sont absolument plus à l'ordre du jour, tout particulièrement aux États-Unis. Dans une économie supposée rester « résiliente » avec une inflation se maintenant au-dessus de 2%, puis susceptible de se redresser, l'assouplissement serait, en effet, modeste. Après une réduction totale de 100 points de base en 2024 (pdb), la **Fed** procéderait à un assouplissement supplémentaire total de 50 pdb, portant le taux des *Fed funds* (limite supérieure de la fourchette cible) à 4,00% au premier semestre 2025, avant de marquer une pause prolongée.

Quant à la **BCE**, avec une inflation conforme à l'objectif et sans récession en vue, elle poursuivrait un assouplissement modéré *via* ses taux directeurs, tout en prolongeant son resserrement quantitatif. Après ses quatre réductions de 25 pdb en 2024, la BCE baisserait ses taux de 25 pdb aux réunions de janvier, mars et avril, puis maintiendrait son taux de dépôt à 2,25%, soit très légèrement sous l'estimation du taux neutre (2,50%).

Tout concourt à dessiner un scénario de modeste remontée des **taux d'intérêt longs**. Compte tenu du scénario économique (ralentissement limité de la croissance et modération de l'inflation concentrés en début de période) et d'un assouplissement monétaire modeste suivi d'une pause plus précoce, les taux d'intérêt américains pourraient légèrement baisser au premier semestre 2025 avant de se redresser. Les nouvelles prévisions de taux sont plus élevées que les précédentes et envisagent un taux des *Treasuries* à dix ans approchant 4,50% fin 2025, puis environ 5,00% fin 2026.

Dans la zone euro, plusieurs facteurs conduisent à un scénario de légère hausse des taux d'intérêt souverains : des anticipations d'assouplissement monétaire trop audacieux de la part des marchés dont la correction pourrait susciter un redressement des taux de *swap*, une hausse du volume de titres publics liée à la réduction par la BCE de la taille de son bilan (*Quantitative Tightening*) ainsi qu'à des émissions nettes nationales encore élevées, une diffusion de la hausse des taux obligataires américains à leurs équivalents européens, attendue fin 2025 et en 2026. Alors que l'économie allemande (où des élections anticipées devraient se tenir en février) continue à souffrir, que la situation politique en France peine à s'éclaircir, les pays dits « périphériques » ont vu leurs bons résultats économiques (notamment l'Espagne) ainsi que leur stabilité politique (cela vaut pour l'Italie et l'Espagne) récompensés par un resserrement notable de leurs *spreads* à l'égard du taux allemand à dix ans en 2024 : ils devraient bénéficier des mêmes soutiens en 2025. Notre scénario retient donc des taux d'intérêt à dix ans allemand, français et italien de, respectivement, 2,55%, 3,15% et 3,55% fin 2025.

Enfin, du côté du **dollar** de nombreux facteurs positifs, dont le renforcement de son attrait en termes de rendement, sont déjà intégrés dans son cours. En conséquence, notre scénario table sur un billet vert restant proche de ses points hauts récents tout au long de l'année 2025, sans les dépasser durablement.

Catherine LBOUGRE

Vous pouvez consulter la publication :
[Monde – Scénario 2025-2026](#)

Zone euro

France : que doit-on retenir des dernières prévisions de la Banque de France et de l'Insee ?

La Banque de France a dévoilé, lundi 16 décembre, ses projections macroéconomiques à horizon 2027. Le lendemain, c'était au tour de l'Insee, qui a publié ses nouvelles prévisions à horizon mi-2025 dans sa note de conjoncture. Les prévisions de la Banque de France ont été arrêtées avant la censure du gouvernement Barnier, et tablent sur une croissance qui marquerait le pas en 2025 (+0,9%, après +1,1% en 2024), avant une accélération de l'activité en 2026 et 2027 (à +1,3%). L'Insee a pour sa part intégré un scénario de loi spéciale, et anticipe une croissance de 0,2% par trimestre au premier semestre 2025, aboutissant à un acquis de croissance de 0,5% à mi-année, soit des prévisions relativement proches de notre nouveau scénario (cf. notre dernière publication Perspectives France « [Quand l'incertitude pèse sur la croissance](#) »). Les deux instituts pointent des risques à la baisse sur l'activité liés à l'incertitude sur le plan politique et fiscal au niveau national, comme sur le plan des politiques commerciales à l'échelle mondiale. Le diagnostic de poursuite de la désinflation en 2025 semble faire consensus, avec des gains de pouvoir d'achat des salaires à la clé. L'inflation se redresserait légèrement en 2026 et 2027 selon la Banque de France, tout en restant modérée, sous la cible de 2% de la Banque centrale européenne.

Dans ses [projections macroéconomiques de décembre](#), la Banque de France laisse sa prévision de croissance pour 2024 inchangée par rapport à ses projections intermédiaires de septembre, à 1,1%, avec une activité stable au quatrième trimestre. Cette prévision pour le quatrième trimestre est conforme au diagnostic tiré de son enquête mensuelle de conjoncture, qui recoupe en réalité une croissance sous-jacente de l'activité d'environ 0,2%, associée à un contrecoup négatif de l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP) qui avait dopé l'activité au troisième trimestre. Pour 2025 et 2026, l'institution révisé à la baisse ses prévisions de croissance, à respectivement 0,9% (-0,3 point) et 1,3% (-0,2 point). Elle introduit par ailleurs pour la première fois des prévisions pour l'année 2027, avec une croissance également anticipée à 1,3%. En rythme trimestriel, l'activité augmenterait ainsi de l'ordre d'un quart de point par trimestre en 2025, affectée par les mesures de consolidation budgétaire, mais aussi par l'incertitude les entourant. De ce fait, la consommation des ménages n'accélérerait que modérément, et l'investissement privé calerait. L'activité accélérerait ensuite en 2026 sous l'effet de la détente des conditions financières, qui permettrait un rebond de l'investissement privé, tandis que la consommation des ménages accélérerait quelque peu, en lien avec un repli du taux d'épargne. Le rythme de croissance trimestriel diminuerait ensuite légèrement courant

2027, pour se rapprocher de la croissance potentielle.

En matière d'inflation, la Banque de France abaisse légèrement sa prévision au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour 2024, à 2,4% (-0,1 point). Elle révisé à l'inverse en légère hausse celle pour 2025, à 1,6% (+0,1 point). La prévision est inchangée pour 2026, à 1,7%, et l'institut table sur une inflation de 1,9% en 2027. L'inflation sous-jacente se replierait plus lentement, en lien avec la persistance de l'inflation dans les services, et ne passerait sous les 2% qu'en 2026 (au sens de l'IPCH hors énergie et alimentation). Cette dernière est toutefois révisée en légère baisse en 2024 et 2025 par rapport aux prévisions de septembre (-0,1 point chaque année).

Les prévisions de la Banque de France ont été arrêtées le 27 novembre, soit avant la motion de censure déposée contre le gouvernement Barnier, sur la base d'hypothèses en termes de finances publiques proches de celles du projet de loi de finances (qui projetait une baisse du déficit à 5% l'an prochain). L'institution précise qu'une consolidation budgétaire moindre n'aurait pas pour conséquence une croissance plus élevée, du fait de l'effet négatif de l'incertitude supplémentaire générée sur la demande des ménages et des entreprises.

La Banque de France propose deux encadrés intéressants. Le premier concerne les facteurs qui ont récemment joué à la hausse sur le taux d'épargne des ménages. Entre 2019 et 2024, plus de la moitié du surcroît s'expliquerait par deux éléments : les changements dans la composition du revenu disponible brut (RDB), et l'incertitude. Sur la période récente, les revenus qui ont été particulièrement dynamiques sont en effet les revenus de la propriété (en particulier financiers), pour lesquels la propension marginale à épargner est plus forte que pour la moyenne des revenus des ménages (à la fois parce qu'ils concernent surtout des ménages aisés, et parce que pour un même ménage, les revenus financiers sont plus fréquemment épargnés que ceux d'activité), et encore plus forte dans un contexte de baisse de la richesse financière nette du fait de l'inflation. Les baisses de prélèvements obligatoires observées auraient aussi été davantage épargnées, car elles concernent principalement les ménages aisés. L'incertitude, durablement plus élevée depuis la crise sanitaire, aurait aussi participé à la hausse du taux d'épargne, bien que de manière modérée si on prend l'année 2024 par rapport à 2019. La Banque de France anticipe que l'effet du premier facteur devrait se dissiper sur l'horizon de prévision, car la part des revenus de la propriété devrait diminuer dans le RDB, tandis que les revenus d'activité

resteraient dynamiques et verraient donc leur poids augmenter dans le RDB. Cela justifie ainsi la baisse du taux d'épargne qu'elle inscrit en prévision (à 17,6% en 2025, puis 17% en 2026 et 16,4% en 2027, après 18% en 2024). L'institution prévient toutefois qu'un regain d'incertitude lié à la situation politique pourrait nuire à la baisse du taux d'épargne, ou du moins la retarder.

Le second encadré porte sur le risque de tensions commerciales suite aux élections américaines, et l'impact sur la France et la zone euro. L'institution considère en effet la hausse des droits de douane américains comme un risque pur, et ne l'intègre donc pas à son scénario, ce qu'elle justifie par l'incertitude entourant cette possible hausse. Un grand flou demeure en effet quant au déclenchement précis des tensions, aux mesures potentielles de rétorsion, à l'ampleur et au périmètre qui serait retenu pour la hausse des droits de douane, à la fois aux États-Unis, mais aussi dans le reste du monde. L'Union européenne serait exposée du fait qu'elle est une économie très ouverte avec le reste du monde, et la France comme l'Espagne seraient à ce titre moins exposées que l'Italie et surtout l'Allemagne, compte tenu du poids des États-Unis dans leurs exportations. L'effet dépendrait toutefois de la couverture géographique et sectorielle des mesures douanières. Les canaux de transmission exposés par la Banque de France sont les suivants. La demande adressée à la zone euro serait réduite par une hausse des droits de douane américains : les volumes importés par les États-Unis réagiraient selon une élasticité unitaire d'après le précédent de 2017-2019 (une hausse de 10% des droits de douane se traduisant par une baisse de 10% des volumes), avec un impact sur l'activité qui dépendrait donc du poids des États-Unis dans les exportations des pays. Une partie de cet effet négatif pourrait toutefois être compensé par une perte de compétitivité relative des produits chinois par rapport aux produits européens sur le sol américain, dans l'hypothèse où les droits de douane augmenteraient davantage pour la Chine. Les exportateurs européens pourraient par ailleurs « bénéficier » d'une perte de compétitivité relative des produits américains sur le sol chinois en cas de représailles de la Chine, mais les pays européens pourraient aussi souffrir d'une réorientation des exportations chinoises vers le marché européen, venant concurrencer les producteurs domestiques, avec un effet baissier à la fois sur l'activité et l'inflation en zone euro. Une possible dépréciation de l'euro face au dollar américain aurait en outre pour effet d'accroître la compétitivité-prix des exportateurs européens et l'activité, mais renchérirait les importations libellées en dollars (en France, 60% des importations d'origine extra-UE seraient facturées en dollars). Enfin, l'incertitude relative à l'évolution des politiques commerciales pèserait sur l'activité en zone euro, avec un comportement plus attentiste des entreprises exportatrices en termes d'investissement. Au total, le risque représenté par

les tensions commerciales serait orienté à la baisse sur l'activité en zone euro et en France (quoiqu'il y serait de moindre ampleur), alors que le risque sur l'inflation serait plus ambivalent, à la hausse comme à la baisse, d'après la Banque de France.

Dans sa [note de conjoncture de décembre](#), intitulée « *L'activité suspendue à un regain de confiance* », l'Insee présente ses prévisions à horizon mi-2025. Des dires mêmes de ses auteurs, la situation conjoncturelle serait « morose », ce qui se traduit par une faible croissance de l'activité en prévision. L'Insee prévoit une croissance nulle de l'activité au quatrième trimestre 2024, pour les mêmes raisons que précédemment citées par la Banque de France (effet de contrecoup des JOP), ce qui implique une croissance annuelle de 1,1%. L'activité augmenterait ensuite de 0,2% par trimestre au premier semestre 2025, générant un acquis de croissance à mi-année de 0,5% pour 2025. Au dernier trimestre 2024, l'investissement des ménages et des entreprises non financières continuerait de se replier (-0,3%), mais dans une ampleur moindre qu'au troisième trimestre. La consommation des ménages augmenterait (+0,2%) malgré le contrecoup des JOP, soutenue en particulier par la consommation alimentaire et les achats de véhicules, avec des immatriculations qui se sont révélées particulièrement dynamiques en novembre, en lien avec un effet d'anticipation de la baisse du bonus sur les voitures électriques, finalement mise en place dès début décembre, et du durcissement de la norme européenne CAFE sur les émissions, prévu début 2025. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative en fin d'année malgré des livraisons aéronautiques importantes, mais faible (-0,1 point). Au premier semestre 2025, l'investissement total amorcerait une stabilisation (-0,1% au premier trimestre puis +0% au deuxième trimestre), comme celui des ménages (-0,2% puis +0%), tandis que celui des entreprises non financières continuerait de subir un repli modéré (-0,3% puis -0,2%). La consommation des ménages serait le moteur de la croissance, malgré une hausse contenue (+0,1% puis +0,3%) liée au ralentissement du pouvoir d'achat et au repli très limité du taux d'épargne à l'horizon de la prévision (17,9% au deuxième trimestre 2025, contre 18,2% au troisième trimestre 2024). Le commerce extérieur contribuerait sensiblement à la croissance au premier trimestre 2025 (à hauteur de +0,2 point), puis pèserait légèrement sur la croissance au deuxième trimestre (-0,1 point), en lien avec des livraisons navales significatives prévues en tout début d'année.

Dans sa prévision, l'Insee prend bien en compte les derniers développements politiques, avec l'hypothèse d'une loi spéciale adoptée d'ici la fin de l'année 2024, qui permettrait aux administrations publiques (APU) la poursuite de la collecte des recettes selon les barèmes 2024, et une reconduction du budget voté pour 2024 en 2025 côté dépenses. Cette hypothèse se traduirait ainsi par un

net ralentissement des dépenses de consommation des APU selon l'institut (+0,1% par trimestre au premier semestre 2025, après +0,2% au quatrième trimestre 2024).

En termes d'inflation, l'Insee prévoit une diminution d'ici la mi-année 2025, celle-ci passant de 1,3% en glissement annuel en novembre 2024 à 1,0% en juin 2025 au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC). L'inflation atteindrait toutefois momentanément 1,5% sur un an en janvier 2025, du fait du réhaussement de certains tarifs réglementés (santé et assurances), avant une baisse en février en lien avec la baisse prévue des prix de l'électricité (-14% environ pour les tarifs réglementés de vente de l'électricité, avec une baisse moindre pour les ménages ayant souscrit à un contrat aux prix de marché). En glissement annuel, les prix de l'énergie seraient ainsi en repli dès février et jusqu'en juin, du fait des prix des produits pétroliers et de l'électricité, alors que ceux du gaz seraient en hausse, avec en particulier un rebond cet hiver (effet saisonnier). L'inflation alimentaire connaîtrait un léger regain, passant de +0,2% en glissement annuel en novembre 2024 à 1,1% en juin 2025, du fait à la fois des produits frais et hors frais. Les négociations en cours dans la grande distribution sont toutefois susceptibles d'influer sur cette trajectoire. L'inflation des produits manufacturés resterait très proche de 0% sur un an. L'inflation dans les services ne diminuerait que très peu, passant de 2,3% sur un an en novembre 2024 à 2,2% en juin 2025, avec en particulier une hausse prévue des prix des services de santé en décembre 2024 en lien avec les tarifs de consultation des médecins généralistes, et une décélération des prix des « autres services » en raison de celle des coûts salariaux. L'augmentation des tarifs d'assurance serait sensible, du fait notamment d'une hausse du taux de cotisation additionnelle de la garantie « catastrophe naturelle ». Les prix des loyers des résidences principales ralentiraient pour leur part en lien avec la décélération de l'indice de référence des loyers (IRL). Enfin, les prix du tabac ne progresseraient

presque plus sur un an à horizon de la prévision (contre +8,7% en novembre 2024), en lien avec un effet de base (hausse des accises un an plus tôt), et en l'absence de nouvelle hausse des taxes.

Dans sa note de conjoncture, l'Insee offre un éclairage sur la production agricole, qui pèserait à hauteur de 0,2 point sur la croissance annuelle en 2024 du fait des mauvaises récoltes. Un effet inverse (+0,1 point de croissance annuelle) est attendu pour 2025. Un autre éclairage expose les facteurs expliquant la hausse du taux d'épargne des ménages par rapport à l'avant-crise dans les grands pays européens, ou plutôt l'atonie de leur consommation. La proportion consommée du revenu des ménages a en effet diminué, ce qui ne peut pas être expliqué par les déterminants classiques comme le pouvoir d'achat ou le taux de chômage. La hausse du taux d'épargne serait de nature financière, puisque l'investissement en logement n'a pas augmenté, à l'exception des pays du Sud (Italie, Espagne). Celle-ci pourrait être expliquée par l'épisode inflationniste récent. Les ménages ne ressentent en effet pas la désinflation dans une ampleur similaire à celle mesurée, ou avec retard. Par ailleurs, ils ont pu vouloir conserver la valeur de leur patrimoine financier en termes réels, érodée par l'inflation. En outre, la hausse des taux d'intérêt a limité le recours au crédit à la consommation. L'incertitude politique en France et en Allemagne a également pu se traduire par des comportements d'épargne de précaution cette année. L'Insee rejoint par ailleurs l'analyse de la Banque de France sur le rôle de la composition du revenu des ménages, dont la croissance récente a été fortement portée par les revenus du patrimoine. La consommation a aussi pu être affectée par des mutations comportementales, avec en particulier des comportements de sobriété en matière d'énergie, et des achats de véhicules modérés. La plupart de ces facteurs d'explication seraient progressivement levés en 2025, ce qui devrait se traduire par une baisse modérée du taux d'épargne.

✓ Notre opinion – *Nous pouvons constater une certaine différence dans les scénarios sous-jacents aux prévisions de la Banque de France, de l'Insee, et les nôtres. La Banque de France n'intègre en effet pas les derniers événements politiques dans son scénario (nous avons pour notre part récemment abaissé notre prévision de croissance de 0,2 point pour cette raison, cf. notre publication « [Quand l'incertitude pèse sur la croissance](#) »). Par ailleurs, si l'Insee intègre bien un scénario de loi spéciale, l'institut considère une hausse des droits de douane américains uniquement comme un risque sur la prévision, comme la Banque de France d'ailleurs, alors que nous intégrons explicitement une hausse dans notre dernier scénario, qui serait toutefois moindre que dans la rhétorique de Donald Trump pendant sa campagne (cf. notre dernier scénario Monde « [Un scénario conditionnel, plus que jamais](#) »), avec une hausse moyenne de 19,3% à 40% pour la Chine, et de 3% à 6% pour les autres pays dont la zone euro.*

Notre prévision à horizon mi-2025 est relativement proche de celle de l'Insee, avec une croissance de 0% au quatrième trimestre 2024 et une progression de 0,2% par trimestre au premier semestre 2025. L'acquis de croissance pour 2025 à l'issue du premier semestre s'élève par ailleurs à 0,5% pour l'Insee et à 0,6% dans notre scénario. Contrairement à l'Insee, nous n'anticipons en revanche pas de reflux du taux d'épargne à cet horizon, même modéré (sans parler du reflux envisagé par la Banque de France d'ici 2026, qui semble désormais hors d'atteinte). Sur le marché du travail, nos prévisions de taux de chômage sont similaires à

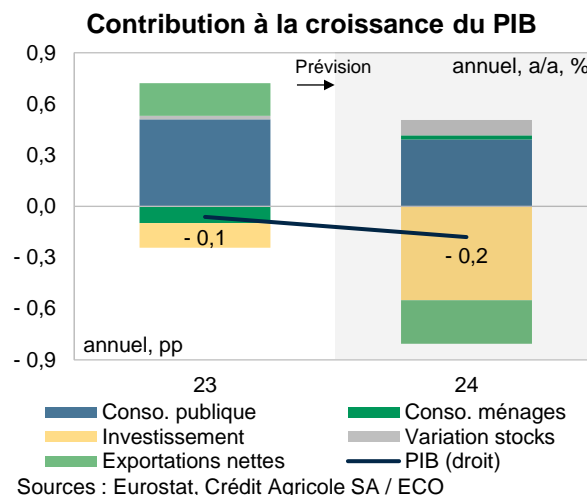
celles de l'Insee, avec une hausse limitée du taux de chômage (à 7,6% pour la France hors Mayotte selon l'Insee au deuxième trimestre 2025, et à 7,7% dans notre scénario). Nos prévisions annuelles (7,4% en 2024, 7,7% en 2025 et 7,8% en 2026) sont en outre proches de celles de la Banque de France (mêmes prévisions, sauf pour 2025 à 7,8%).

Allemagne : deuxième année de récession

Le changement de direction des indicateurs avancés et l'estimation de la croissance du PIB du premier trimestre avaient amélioré les perspectives de l'économie allemande pendant les premiers mois de l'année. Cependant, des signaux contradictoires des indicateurs avancés et des données négatives en cascade concernant l'activité au deuxième et troisième trimestre ont graduellement détérioré les perspectives économiques.

Nous avons récemment revu nos prévisions de croissance pour l'économie allemande à la baisse à l'occasion de la publication de notre [scénario trimestriel](#). Nous anticipons une contraction du PIB de 0,2% en 2024 (contre 0,5% prévu précédemment, à cause d'une contribution plus basse des exportations nettes et, dans une moindre mesure, de la consommation des ménages. Les consommateurs continuent d'afficher une confiance faible en raison de la performance de l'économie et de gains de pouvoir d'achat encore trop timides, pour arbitrer en faveur d'une reprise soutenue de la consommation. La croissance du PIB sera également plafo-

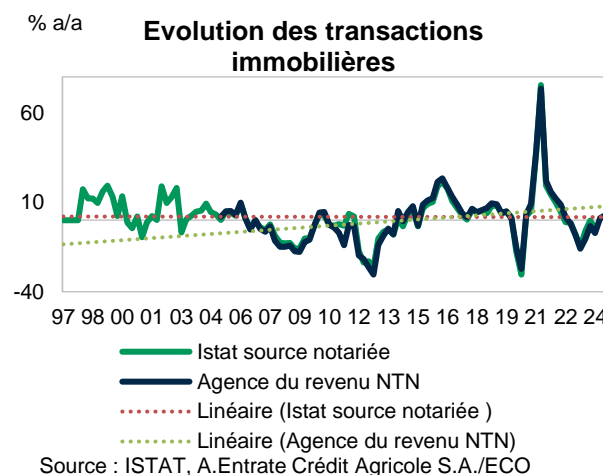
nnée par la contribution négative de l'investissement productif et de l'investissement dans la construction, pénalisés par le resserrement des conditions financières. En revanche, l'évolution de l'activité serait soutenue par la consommation publique, malgré les ressources budgétaires limitées.



Notre opinion – Le futur gouvernement qui résultera des prochaines élections fédérales anticipées (prévues le 23 février), sera confronté à une situation économique difficile. Au-delà d'une situation conjoncturelle défavorable, l'économie allemande est confrontée à d'importants défis structurels.

Italie : immobilier et construction, entre baisse des taux et fin des soutiens

Au premier trimestre 2024, le marché immobilier italien continue de subir des pressions significatives. Les transactions immobilières ont diminué de 5,3% en variation trimestrielle et de 4,0% sur un an, prolongeant une tendance baissière amorcée depuis mi-2022. Le marché immobilier italien enregistre une contraction notable au premier trimestre 2024, avec une baisse des transactions immobilières de 5,3% par rapport au trimestre précédent et de 4,0% en glissement annuel, selon les données notariales de l'Istat. Cette diminution affecte principalement le segment résidentiel (-4,6%), tandis que les ventes de locaux à usage commercial progressent de 4,3%. L'analyse territoriale révèle en outre que cette baisse est généralisée sur l'ensemble du territoire : -8,6% dans le Nord-Est, -5,6% dans le Nord-Ouest, -3,7% dans le Sud, et -3,5% dans le Centre. Seules les îles enregistrent une croissance annuelle de 5,5%.



Cette baisse est néanmoins à relativiser. En effet, tandis que sur la même période les données de

l'Observatoire du marché immobilier¹ montrent un recul de 7% en glissement annuel des transactions résidentielles en début d'année, la tendance semble s'inverser au cours du T2 avec une progression de +1,2%. Une évolution à la hausse confirmée par les données du T3 avec une croissance des transactions résidentielles de 2,7% en glissement annuel. Cette progression est plus marquée dans le Nord-Est et le Centre, tandis que les grandes villes comme Milan (-4,8%) et Naples (-3,6%) continuent de reculer. À l'inverse, Turin affiche une hausse significative des transactions (+9,6%), suivie de Palerme (+7%). Les logements existants enregistrent une augmentation des échanges (+3,1%), tandis que les transactions de logements neufs diminuent de 3%.

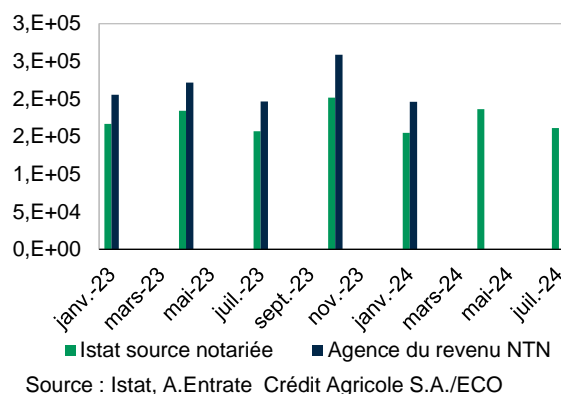
Parallèlement, les prix des habitations poursuivent leur hausse, avec une progression de l'indice IPAB de 3,9% au troisième trimestre 2024 en glissement annuel. Cette hausse est portée par les habitations neuves (+8,8%), alors que les logements existants enregistrent une augmentation plus modérée (+2,8%). Sur les trois premiers trimestres de 2024, la hausse moyenne des prix s'établit à 2,8%.

Les effets de la légère reprise dans le secteur de l'immobilier résidentiel ne semblent cependant pas affecter les évolutions du secteur de la construction. Ce dernier reste encore dans une phase de transition entre des carnets de commande liés au *Super bonus*, qui continuent de nourrir la production, et des perspectives qui s'assombrissent à la suite du retrait de la mesure. Ainsi, en octobre 2024, la production dans le secteur de la construction

continue d'afficher des évolutions contrastées avec, certes, une hausse de l'indice sur une base mensuelle de 1,6%, mais un recul de 0,3% sur les trois mois d'août à octobre. En glissement annuel, l'indice corrigé des effets de calendrier progresse de 5,8% sur les dix premiers mois de l'année.

Après une tendance générale à la baisse, les prix à la production dans la construction résidentielle et non résidentielle augmentent légèrement de 0,1 % sur un mois en novembre 2024, mais affichent encore un recul de 0,9% sur un an. Parallèlement, les entreprises affichent une prudence généralisée dans un contexte de pressions sur les coûts et d'accès limité au financement (les encours du crédit à la construction ont diminué de 8,8% sur un an en octobre) avec un repli de l'indice de confiance, de 101,5 à 100,9 en décembre 2024.

Nombre des transactions immobilières



Notre opinion – La détente des taux d'intérêt au niveau européen semble avoir quelques effets positifs sur le secteur de l'immobilier qui, malgré un recul des transactions encore bien présent au cours du premier trimestre, montre des signes d'amélioration au troisième trimestre 2024. Parallèlement, le secteur de la construction reste dans une phase de transition. En effet, le retrait progressif du *super bonus* continue de peser sur le secteur résidentiel, entraînant une diminution des rénovations et un ralentissement des nouvelles constructions, compensés en partie par les investissements dans les bâtiments publics et les infrastructures.

¹ Différences méthodologiques entre l'Istat et l'Observatoire du marché immobilier : Les données notariales de l'Istat mesurent le nombre de transactions enregistrées auprès des notaires, chaque acte de transfert étant comptabilisé comme une transaction entière.

Les données de l'Observatoire du marché immobilier de l'agence du revenu (NTN, Nombre de Transactions Normalisées) pondèrent les transactions en fonction de la proportion réelle des unités échangées. Par exemple, la vente de 50 % d'un bien est comptabilisée comme 0,5 transaction. Cette méthode permet une analyse plus précise de l'intensité des échanges sur le marché

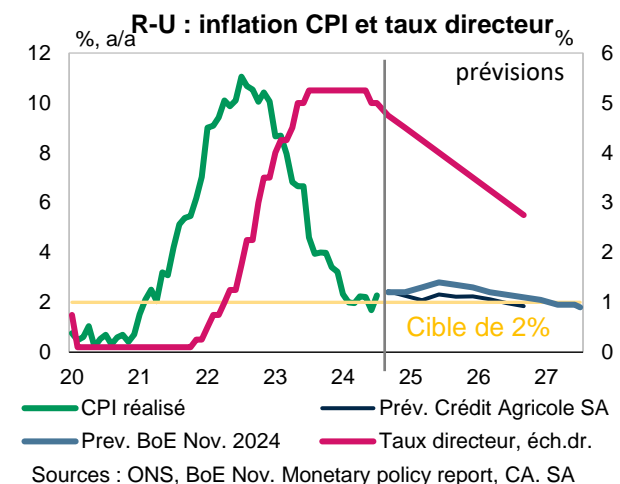
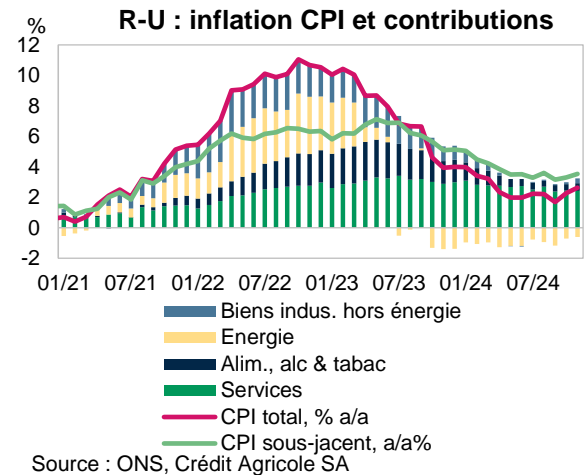
Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers

L'indice des prix à la consommation (CPI) a augmenté de 0,1% au mois de novembre après +0,6% en octobre, en ligne avec nos anticipations. Ce léger mouvement haussier a porté le taux d'inflation sur un an à 2,6% contre 2,3% en octobre et 1,7% en septembre. Des effets de base expliquent en grande partie le rebond, notamment au niveau de la composante transport (contribution pour 0,13 point de pourcentage à la variation du taux d'inflation) et de la composante loisirs et culture (contribution pour 0,08 point de pourcentage +0,1% sur le mois, +3,6% sur un an). Les prix dans le transport baissent de 0,8% sur le mois après une quasi-stabilité en octobre ; leur taux d'inflation demeure négatif à -0,9% sur un an après -1,9% en octobre. D'autres composantes qui contribuent à l'accélération des prix à la consommation sont le textile (composante très volatile) ainsi que l'alcool et le tabac.

Le taux d'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac, progresse à 3,5% sur un an contre 3,3% en octobre, moins vite que prévu (consensus : 3,6%, Crédit Agricole : 3,7%). Les prix des services affichent un taux d'inflation à 5% sur un an, stable pour le troisième mois consécutif. Les prix des biens accélèrent à 0,4% sur un an, un taux d'inflation en territoire positif pour la première fois depuis mars. Cette accélération est due à la fois à un taux d'inflation moins négatif de l'énergie (-8,8% sur un an contre -10,1% en octobre) et une nouvelle accélération des prix des biens industriels hors énergie (à +1,1% sur un an contre 0,5% en octobre, atteignant un plus haut depuis mars). Ces derniers

n'ont progressé que légèrement sur le mois (+0,1%) mais avaient baissé de 0,5% en novembre 2023.



☑ Notre opinion – Le rebond du taux inflation au mois de novembre n'est pas une surprise. Il s'explique surtout par des effets de base. Toutefois, l'inflation dans les services reste trop élevée et les prix des biens hors énergie accélèrent de nouveau. Notre prévision et celle de la BoE pour une moyenne de l'inflation CPI à 2,4% sur un an au T4-2024 ne sont pas remises en question. Ainsi, le taux d'inflation en moyenne annuelle pour 2024 devrait s'établir à 2,5%, après 7,3% en 2023. À court terme, l'inflation devrait rester volatile : nous anticipons une rechute à 2,4% en décembre avant un nouveau rebond en janvier. Elle devrait rester légèrement supérieure à la cible courant 2025. L'assouplissement budgétaire² annoncé le 30 octobre par le gouvernement britannique nous a conduits à réviser à la hausse les projections d'inflation à 2,2% au T4-2025 (contre 1,8% précédemment) avec un pic à 2,6% en septembre 2025. Pour 2026, nous anticipons un graduel retour à la cible et un taux d'inflation à 1,8% au T4-2026.

Les risques sont orientés à la hausse en raison de l'assouplissement budgétaire, d'une part, et de la hausse des coûts de travail à venir, d'autre part. La hausse des coûts du travail est attribuable à deux mesures phares du budget : le relèvement des cotisations sociales patronales (« National Insurance Contributions ») de 1,2 point de pourcentage à 15%, et des hausses du salaire horaire minimum (« National Living Wage »).

² Le gouvernement a annoncé des hausses des dépenses publiques de près de 70 milliards de livres en moyenne par an (2,5% du PIB) lors des cinq prochaines années à financer, d'une part, par des hausses des impôts et des taxes et, d'autre part, par un emprunt supplémentaire de 32 milliards de livres en moyenne par an (1% du PIB).

Les entreprises devraient chercher à répercuter ces hausses de coûts dans la mesure du possible sur les prix de vente. Ainsi, la BoE s'attend à un impact de la hausse des cotisations sociales patronales sur l'inflation des prix à la consommation « d'un peu moins de 0,5 point de pourcentage à leur sommet ». Il est toutefois probable que l'impact soit moins élevé en raison de la faiblesse de la demande. Dans un contexte de confiance des consommateurs en berne, elle-même due à la hausse du coût de la vie et la perception persistante d'une inflation élevée, les entreprises sont moins à même de répercuter leurs hausses de coûts sur les prix à la consommation et risquent plutôt de procéder à des réductions d'effectifs. Ceci laisse présager une détérioration plus forte que précédemment anticipée des conditions sur le marché du travail et des perspectives d'inflation plus faibles à moyen terme.

Pays émergents

Amérique latine

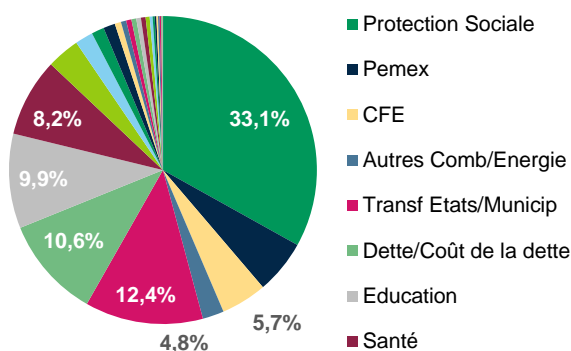
Mexique : budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?

Le budget mexicain 2025 (*Presupuesto de Egresos de la Federación*, PEF) vient d'être adopté par le parlement. Ce premier budget de « l'ère Sheinbaum » entend réduire le déficit budgétaire total à 3,9% du PIB en 2025 (après 5,9% estimés pour 2024) grâce à un surplus primaire de 0,6% du PIB (après un déficit de 1,4% estimé pour 2024) : compte tenu d'une hausse très modeste des revenus, cet objectif ambitieux repose principalement sur la baisse des dépenses³. La politique budgétaire est « raisonnable » (plus que responsable) mais recèle les mêmes faiblesses : un peu ambitieuse à court terme dans un contexte de croissance médiocre et d'environnement hautement incertain, peu ambitieuse au-delà faute de réforme fiscale.

Les dépenses : un grand « coup de rabot »

Compte tenu de la rigidité des dépenses sociales (avec un poids des retraites à 7,4% du PIB après 6,5% en 2023) et du coût très légèrement croissant de la dette, l'investissement public est la principale variable d'ajustement. La réduction des dépenses d'investissement est justifiée par l'achèvement de certains projets et une collaboration accrue entre les secteurs public et privé, notamment *via* l'utilisation des PIEDERIGAS, des projets de travaux publics financés et construits par le secteur privé.

Structure des dépenses



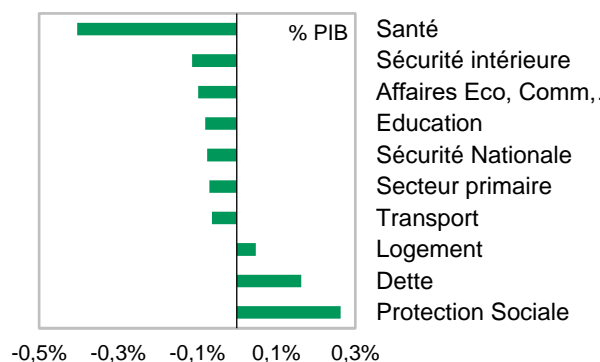
Source : SHCP, Crédit Agricole S.A./ECO

Les investissements gouvernementaux se concentreront sur le réseau ferroviaire et le développement urbain de Ciudad de México. Les transferts aux entreprises publiques PEMEX et CFE augmentent à 4,1% du PIB, contre 3,75% en 2024.

Si le gouvernement prévoit d'augmenter les dépenses de protection sociale, des coupes sont en revanche prévues dans les domaines de la sécurité

intérieure, de la défense, de la santé et de l'éducation. Les dépenses totales sont estimées à 25,5% du PIB, une baisse significative par rapport à 2024 (27%), représentant une diminution de 3,6% en termes réels. C'est l'effort le plus élevé depuis 2017, notamment dans un contexte de ralentissement économique et d'incertitude élevée.

Principales variations des dépenses 2025 vs 2024

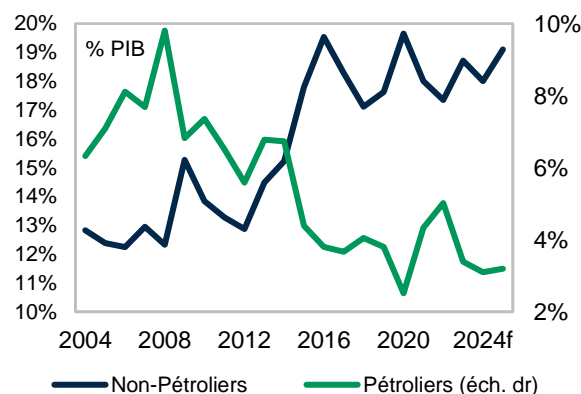


Source : SHCP, Crédit Agricole S.A./ECO

Les revenus : une hausse homéopathique

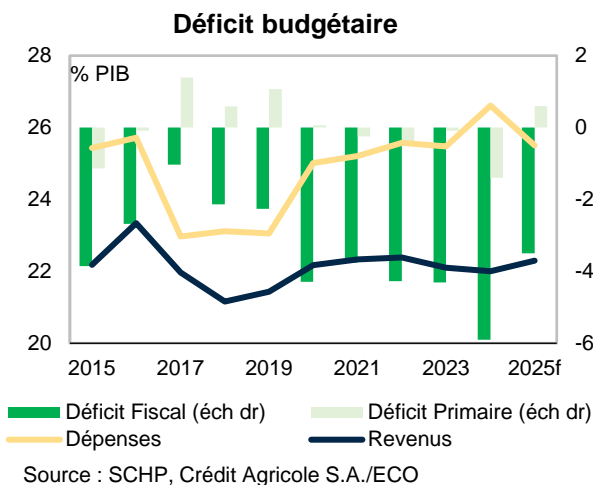
Les revenus prévus par le gouvernement augmentent à 22,3% du PIB, contre 22,1% en 2024, soit une hausse de 3,3% en termes réels. Toujours en termes réels, les revenus pétroliers et les revenus non pétroliers devraient croître, respectivement, de 3,1% et de 4,3% (et atteindre 3,2% et 19,1% du PIB). Des revenus extraordinaires de la Banque centrale, résultant de l'appréciation des réserves, seront cruciaux pour atteindre les objectifs budgétaires. Le besoin de financement pour 2025 est estimé à presque 10% du PIB.

Recettes budgétaires



Source : SHCP, Crédit Agricole S.A./ECO

³ Les variations mentionnées s'entendent en % du PIB.



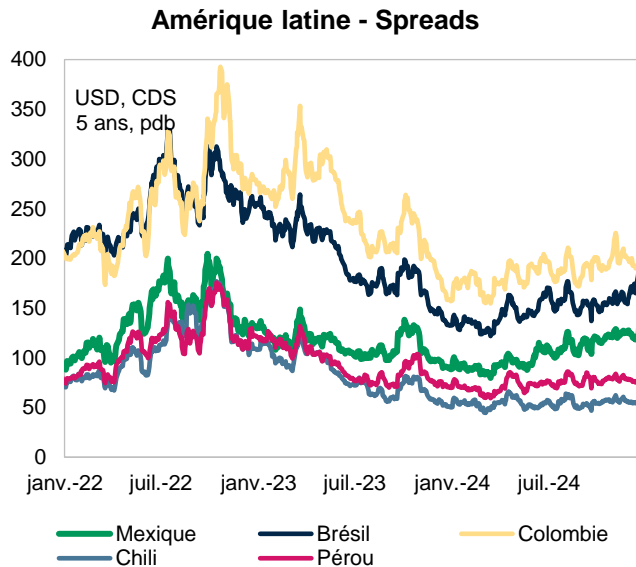
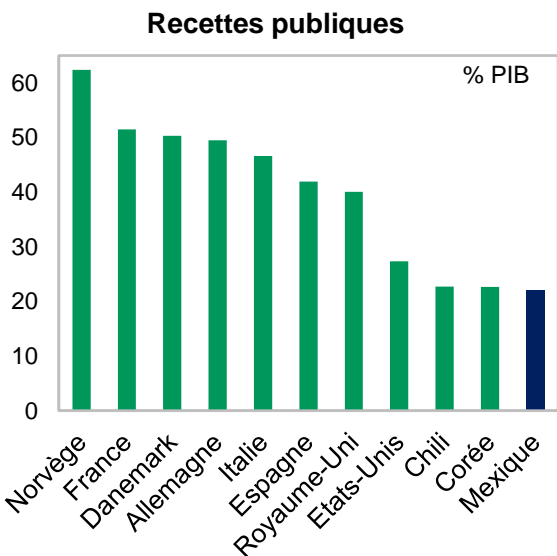
Réaction des marchés : nécessaire mais pas suffisant

Les hypothèses de croissance retenues par le budget (entre 2% et 3%) sont jugées optimistes, comparées notamment aux prévisions du FMI (1,3%) et du consensus (1,2%). Cette surestimation potentielle de la croissance pourrait, en particulier, affecter les revenus non pétroliers. À cet égard, il convient de noter que les revenus fiscaux ont récemment mieux résisté, même en période de faible croissance, grâce à l'amélioration dans la collecte des impôts initiée sous l'administration AMLO. Les doutes concernent plutôt les dépenses, sur lesquelles pèse principalement l'effort, et la

capacité du gouvernement à les réduire comme prévu. De plus, si les taux d'intérêt restent élevés plus longtemps que prévu (en raison notamment d'un assouplissement monétaire moindre aux États-Unis), le coût de la dette pourrait s'alourdir.

Des inquiétudes structurelles demeurent ; elles concernent, notamment, les pressions sur les dépenses et la situation financière de PEMEX. Le Mexique fait face à un problème structurel de diminution des recettes pétrolières et se classe parmi les pays de l'OCDE avec la plus faible pression fiscale. Les efforts pour augmenter les recettes s'apparentent plus à des ajustements ponctuels (comme des taxes sur le tourisme ou les métaux) et évitent une réforme fiscale d'envergure, de la nature de celle entrée en vigueur en 2014 et inachevée. Tant que celle-ci ne sera pas entreprise, malgré les efforts répétés, la situation budgétaire risque de se dégrader. La dette publique reste néanmoins à un niveau relativement faible (à 51,4% du PIB malgré une hausse de près de 8 points de pourcentage en 6 ans) et la dette externe est limitée à 25% de la dette totale.

Tout en restant prudents, les marchés financiers ont accueilli plutôt positivement le budget mexicain : il est perçu comme s'engageant dans la bonne direction même si un déficit excédant légèrement les ambitions officielles reste probable. Le *spread* mexicain n'a pas trop souffert.

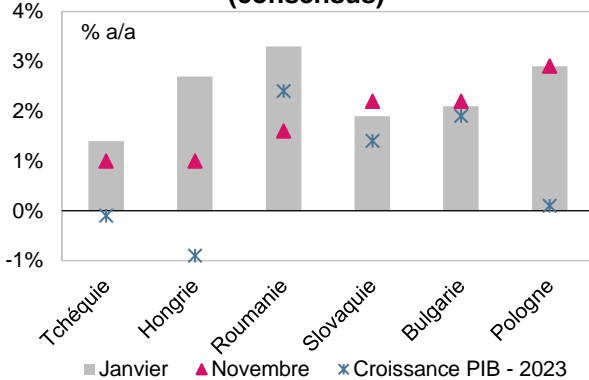


Europe centrale et orientale, Asie centrale

Hongrie et Roumanie : les raisons de la déception

Parmi les économies majeures de la zone, toutes attendues en rebond en 2024, la Hongrie et la Roumanie étaient celles qui devaient être les plus dynamiques. En effet, en début d'année (janvier), le consensus anticipait une croissance du PIB de 2,7% en Hongrie et de 3,3% en Roumanie pour 2024. Finalement, 11 mois plus tard, la prévision médiane des économistes table plutôt sur une croissance de 1,0% en Hongrie et 1,6% en Roumanie. Au lieu de faire la course en tête, ces deux pays seront donc en queue de peloton dans la zone. Pour la Hongrie, ce sera la seconde année décevante : en 2023, à l'aune de la crise énergétique, le PIB s'était contracté de 0,9%. La Roumanie avait en revanche enregistré une croissance solide en 2023, et devrait par conséquent être la seule économie majeure de la zone à connaître une croissance plus faible en 2024 qu'en 2023.

PIB : prévisions de croissance 2024 (consensus)

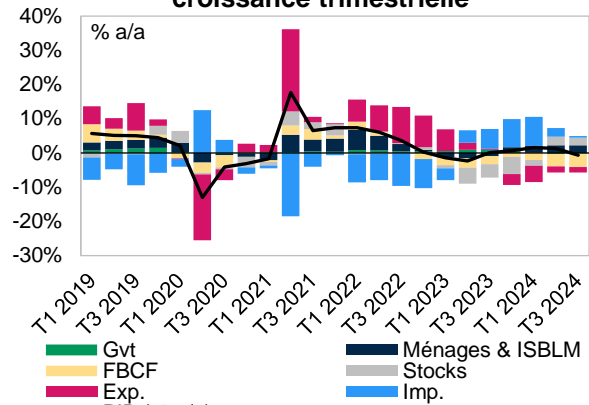


Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Consensus Economics, Eurostat

Au 3^e trimestre 2024, le PIB se contracte dans les deux pays. En glissement annuel, la contraction est de 0,7% et 0,3% en Hongrie et Roumanie, respectivement. Si le PIB est en baisse par rapport au T2 dans les deux pays (-0,7% et -0,1%), il s'agit du deuxième trimestre de contraction en Hongrie, qui est donc en récession technique au côté de l'Autriche et de la Lettonie⁴.

La deuxième estimation du niveau d'activité au T3, (publiée le 3 décembre par l'Institut de statistique national hongrois et le 6 décembre par l'Institut roumain) permet de détailler les raisons de l'essoufflement de l'activité.

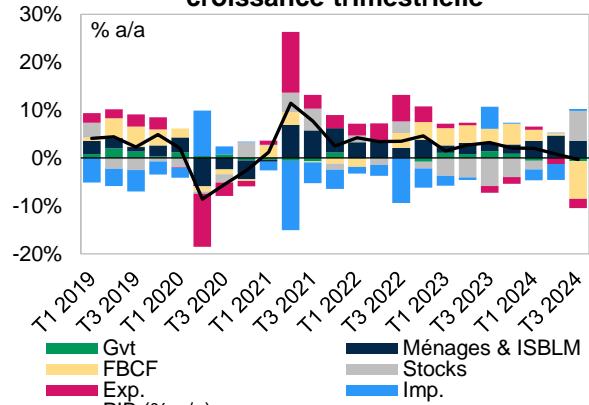
Hongrie : contributions à la croissance trimestrielle



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Eurostat

En Hongrie, l'investissement et les exportations pèsent toujours sur l'activité. De fait, Budapest paye sa politique d'opposition à Bruxelles en passant à côté d'une manne financière cruciale pour le pays. L'investissement (FBCF) est en repli en g.t. sur huit des neuf derniers trimestres. Entre 2019 et 2024, la Hongrie affiche de loin la plus forte baisse de son volume d'investissement au sein de l'UE⁵. Il faut néanmoins remettre cette performance en contexte : la Hongrie a connu un boom de l'investissement entre 2016 et 2019, hissant Budapest sur le podium européen en termes de taux d'investissement (FBCF/PIB) entre 2019 et 2023. Depuis le T1 2023, le taux d'investissement hongrois a donc chuté de 3,9 pp à 24,1% (4 trim. glissant), ce qui reste un niveau correct à l'échelle de la zone malgré l'évolution négative. Pour ce qui est des exportations, la Hongrie subit toujours la faiblesse de la demande internationale, notamment en Allemagne où l'industrie manufacturière est toujours à la peine.

Roumanie : contributions à la croissance trimestrielle

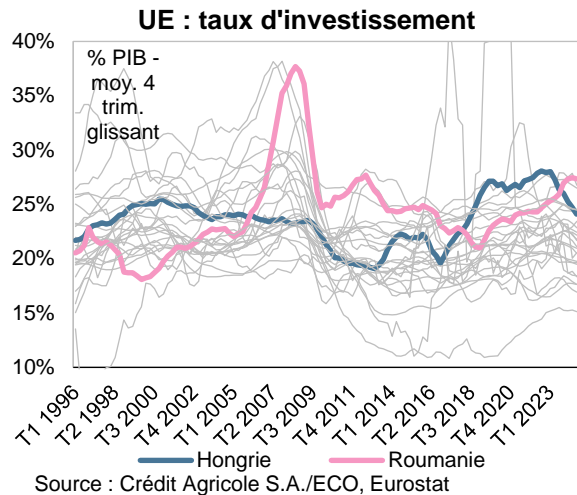


Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Eurostat

⁴ Données ajustées des variations saisonnières et calendaires

⁵ Hormis l'Irlande qui enregistre une très forte volatilité du niveau d'investissement d'un trimestre à l'autre.

En Roumanie, si les exportations nettes sont un facteur de ralentissement, c'est surtout la correction de l'investissement qui plombe la croissance du T3. La Roumanie suit une trajectoire opposée à celle de la Hongrie ces derniers trimestres : le taux d'investissement a atteint 27,4% au T3 (moy. 4 trim. glissant), le taux le plus élevé de l'Union européenne. Sur une base ajustée des effets saisonniers et calendaires, une correction semble avoir eu lieu au 3^e trimestre mais l'investissement demeure un pilier de la croissance sur l'année : la formation brute de capital fixe contribue à hauteur de 0,8 pt de croissance sur les trois premiers trimestres alors que les exportations nettes en retirent 2,8 pts. Pour la Roumanie aussi, la faiblesse de la demande allemande joue, mais la vigueur de l'investissement et celle de la demande intérieure sont également source de la hausse des importations sur l'année.



✓ Notre opinion – 2024, année placée sous le signe du redémarrage, ne remplira donc certainement pas ses promesses pour ces deux pays. Ces sous-performances du PIB rencontrent le risque politique élevé auquel font également face la Hongrie et la Roumanie.

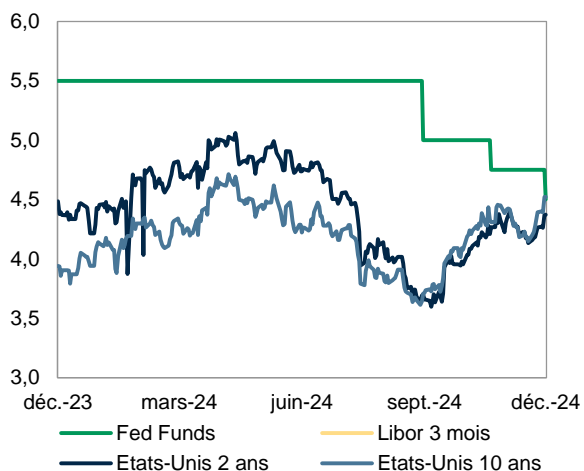
Dans le cas hongrois, le risque est celui d'une fuite en avant de Viktor Orban, monétaire d'abord, si les autres outils de relance de l'économie ne fonctionnent pas (il a récemment nommé un nouveau gouverneur de la Banque centrale politiquement plus proche de lui), et géopolitique ensuite, si l'affaiblissement du statut de premier investisseur étranger dans la zone de l'Allemagne devait se confirmer. C'est en effet la conclusion à laquelle arrive le Vienna Institute for International Economics qui suit les volumes d'IDE dans la zone. Face à la crise, l'industrie allemande se retire de la région au profit des États-Unis : le montant des annonces d'investissements allemands entre le T1 et le T3 2024 serait en recul de 67% en g.a. Si le virage allemand se confirmait, la dépendance de la Hongrie à la Chine en ressortirait grandie.

En Roumanie, l'instabilité politique provoquée par l'annulation des élections pourrait mettre en danger les deux piliers de résilience de la croissance, à savoir la consommation des ménages, en cas de choc de confiance, et l'investissement, si l'instabilité gouvernementale devait se prolonger et réduire la capacité de Bucarest à déployer les fonds prévus par le plan de relance européen.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

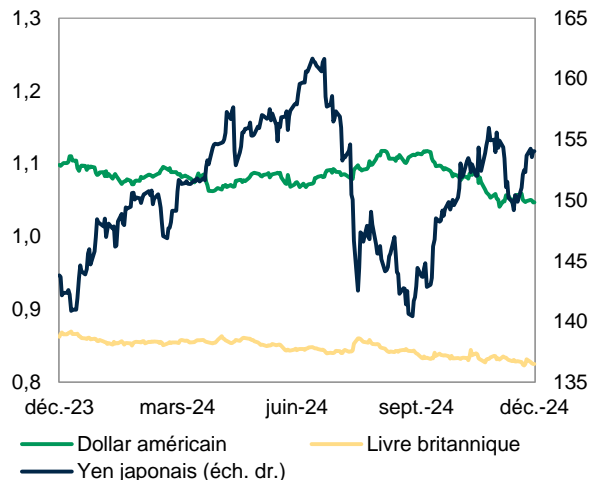
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

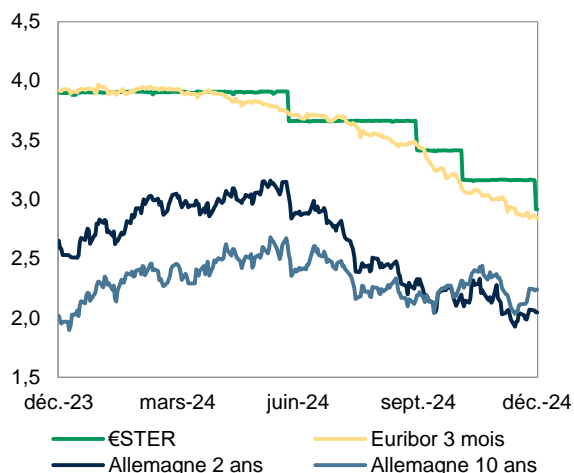
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

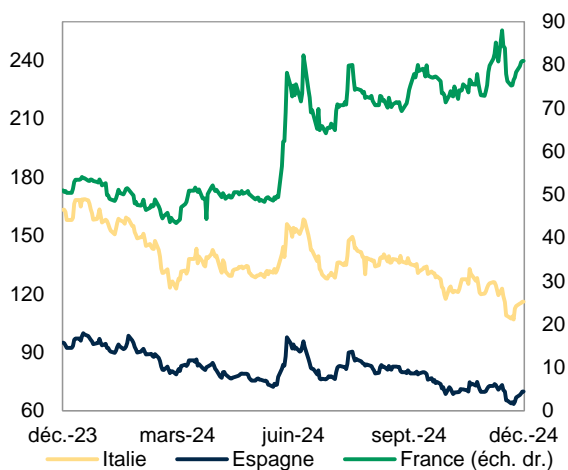
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

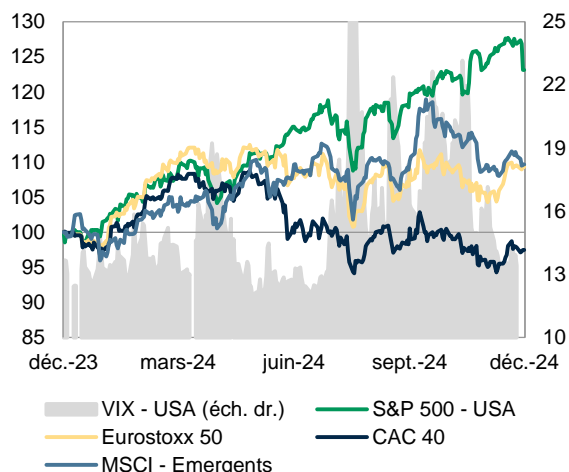
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

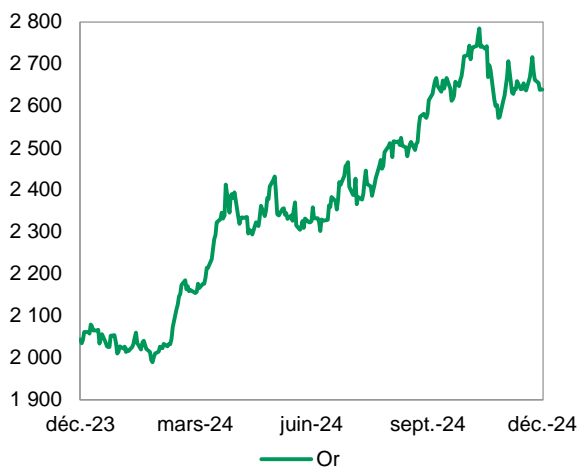
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

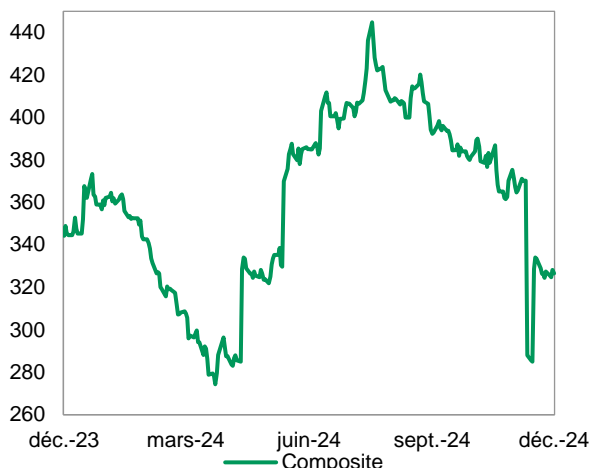
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

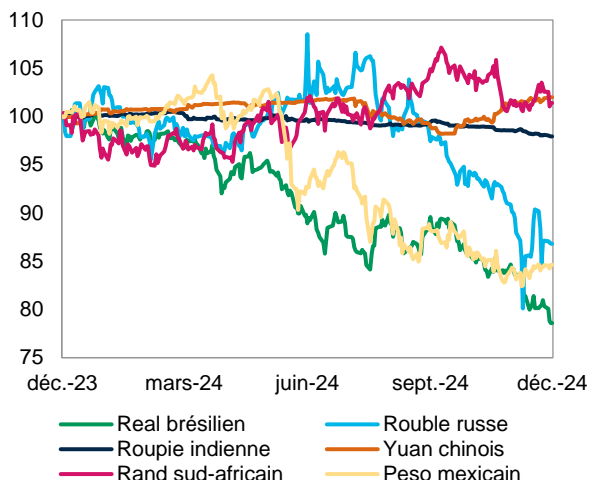
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

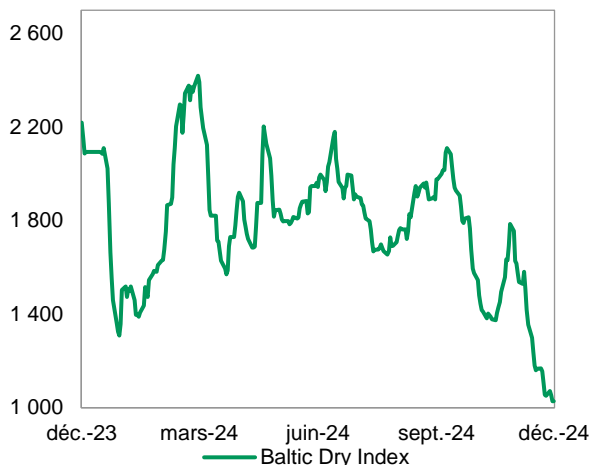
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

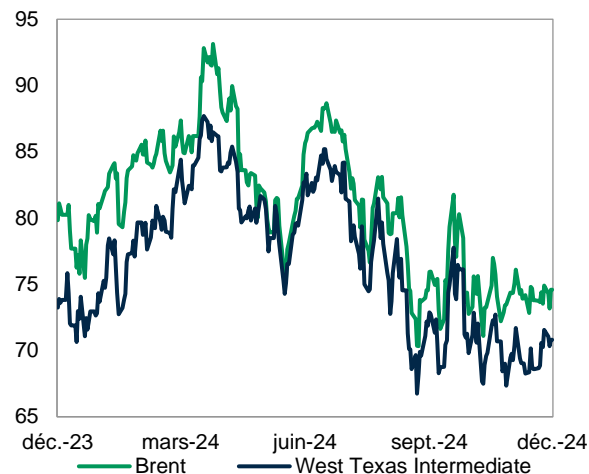
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

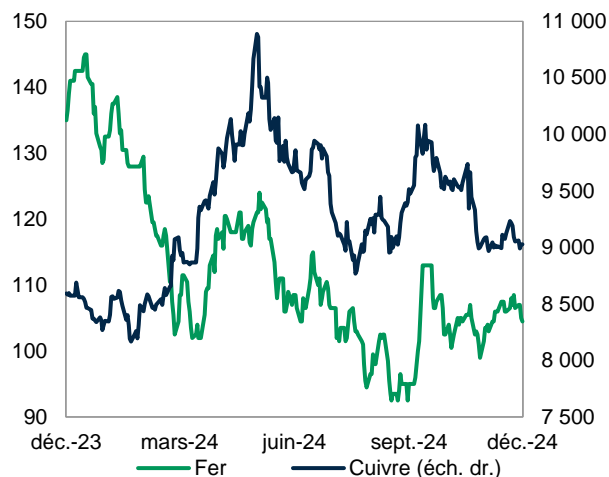
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

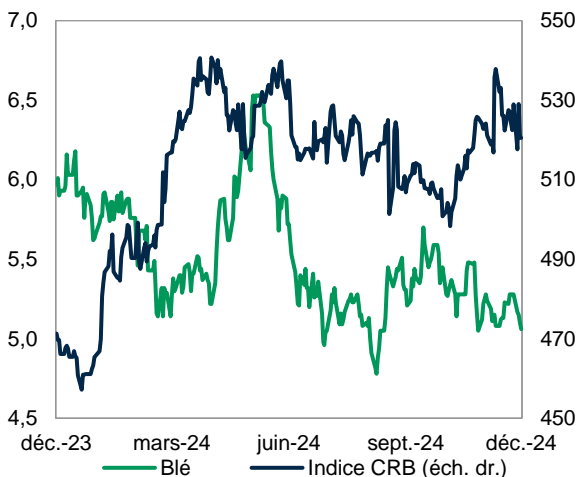
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – Décembre 2024

[Un scénario conditionnel, plus que jamais](#)

Date	Titre	Thème
19/12/2024	Indonésie – Prabowo Subianto débute son mandat dans un contexte économique favorable	Indonésie
17/12/2024	Roumanie – L'annulation de l'élection présidentielle laisse poindre la crise politique	Roumanie
17/12/2024	France – Quand l'incertitude politique pèse sur la croissance	France
13/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/12/2024	Thaïlande – Un rebond timide de la croissance	Thaïlande
12/12/2024	Immobilier résidentiel – Des signes de stabilisation du marché au troisième trimestre 2024	Immobilier résidentiel
12/12/2024	En Corée du Sud, après l'échec de son coup de force, le président Yoon échappe à la destitution	Asie
12/12/2024	Royaume-Uni : Le secteur privé fait grise mine après les annonces du budget du 30 octobre	Royaume-Uni
11/12/2024	Italie – la croissance stagne mais le marché du travail confirme sa dynamique expansionniste	Italie
11/12/2024	Grèce – Entre croissance et réformes	Grèce
10/12/2024	Amérique latine – Marchés du travail : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes	Amérique latine
10/12/2024	Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'œil	Zone euro

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :
Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARCIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Laure DE NERVO

Afrique sub-saharienne : Vincent CHAMBAZ

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.